

Currency·bond

# 融资需求三月迸发 债市供求天平或有倾斜

◎东航金融 王旭

经过了年初的冷清,金融机构和企业的融资需求将在3月呈现集中爆发态势。按照各券种的发行季节性特征和近期的发行结构,预计3月债券市场发行总量约为3550亿元。

在年初的债券发行中,信用债的占比相对较少,许多的审批和发行准备工作都留到年后来完成,因而3月的企业债发行会有较大幅度的增加。而金融债今年的发行要求也是异常的强烈。一方面,银行体系今年整体的贷款力度明显加强,出于经营安全考虑,特别是刚刚超过资本充足率指标的银行,要发行长期次级债来充实资本金;另一方面,在金融危机爆发后,银监会对银行体系的监管提出了

更高的资本充足率要求。因此,各商业银行纷纷加入债券市场融资的行列。

与发债供给相对应,我们再来看看债券市场主要参与者3月的资金面情况。银行方面,如果以(M2-M0-准备金)同比增速与贷款同比增速之差来衡量银行体系的流动性状况,我们可以看到,此项指标从2008年7月呈现单边上涨态势以来,1月首次出现了回落。1、2月银行体系的贷款力度大幅增加,银行体系的贷存比1月已经升至66.42%,2月预计会进一步上升,存贷款差额也由去年12月的16.28万亿元进一步下降至16.17万亿元。银行体系的流动性状况已经远低于2008年末的水平。我们按照2、3月存款1%的环比增速,

3月债券发行预测(单位:亿元,不含央票)

国债		金融债		短融券		企业债		中期票据		总计
金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额
500-800	2只	1000-1500	6-8只	500-800	26-30只	200-400	10-15只	600-800	6-10只	3550(中值)

贷款3月再增3000万元的预计值,银行体系3月新增的可支配资金约为1121亿元。谨慎预计实际投入债市资金为上述资金的30%-50%,则3月能为债市提供350亿元-550亿元的新增资金。

保险公司3月可能由于保费的较高水平增长而成为债市的积极参与者。在经济下行周期中,居民投资对风险的保护欲望更强,从而保费能够逆周期增长,保险公司的债券配置金额会随之增加。按照20%的保费同

比增长,预计保险公司的3月保费达到3575亿元,一般新增保险投资资金为新增保费的0.05%-0.25%的水平,则投资于债券资金为200亿元-900亿元。考虑到1月大量债券到期而造成的保险公司债券自然减持,预计3月保险公司会大力增加债券投资力度,新增债市的资金增量可望达到500亿元-700亿元。

基金方面,3月的股票市场继续调整的概率较大,从债券市场投资机构每日的市场操作可以看出,2月基

金抛售债券的力度逐步收缩,相信在3月,在资金的配置上会更倾向于增加债券,预计增仓力度能够恢复到前期500亿元左右的均衡值水平。

综合各机构的资金状况,加上3月到期债券提供的资金总计4497亿元,3月债券市场资金总供给约为6000亿元,而3月债券发行(不考虑央票)资金总需求约为3550亿元,相较于前期资金供给超出需求4000亿元以上的水平,3月的资金面情况不容乐观。

■每日交易策略

## 股债齐跌?

◎大力

结束一个多月的反弹,2月中旬开始股市连续向下调整。债市投资者由此大大地松了一口气,因股市火爆引发的债市抛售终于可以暂时告一段落。大家可以把更多的注意力集中到债市的基本面分析上,而不是和股市的跷跷板关系上。

但是自上周以来,随着股市节节败退,债市并没有出现令人期待的上扬行情。除了三个月以内的短期央票收益率在宽裕资金的追捧下有所下调外,5年金融债的收益率一周以来始终保持2.60%左右的位置,10年国债收益率昨日收于3.11%昨日,较上一周还上涨了1个BP。昨日10年金融债更是较上一周上涨了4个BP至3.64%的位置。市场分析预期,2月份CPI同比增幅预计降至-2%,PPI同比增幅跌至-4.0%以下,外贸增速还将大幅度下降。在此背景之下,债市表现居然还如此疲软,的确让不少投资者感到匪夷所思。

我们相信,制约当前债市行情的因素一方面还是3月份开始的供给高潮。除了两会之后国债、金融债开始进入发行高潮期之外,地方政府债券的发行也将启动。加上企业短期融资券和中期票据的稳步增长,不少投资者相信3年以上期限债券的供给增加将会给银行间市场形成较大的压力。这也是近期收益率曲线中间端始终无法在短端快速下滑之后跟随下行的主要原因。

另一方面我们发现,作为最大的债券需求方,各家银行的投资者似乎并没有在二级市场显露身。投资者把主要的力量都放在了债券发行一级市场上,这从前期发行的两年期进出口债发行利率大幅低于市场预期至1.56%就可以看出来。但正是由于投资者在二级市场上的不作为,使得一二级市场的利差被逐步拉大。昨天收盘,两年的央票的成交收益率已经上攀到1.56%的位置,金融债的收益率自然会更高。

我们相信在供给和需求两方面的因素的制约下,债市的行情在短期内难有较大的起色。而股市最近也阴风阵阵,因此股债齐跌的情况有可能会在一定时间内持续,两个市场跷跷板的效果将不复存在。



## 央行昨日回笼 950 亿元

◎本报记者 丰和

昨天,央行在公开市场通过28天正回购回笼了950亿元资金。

本周,公开市场到期释放资金量达到了1910亿元,创春节后最大。在昨日公开市场上,央行再度运用28天正回购对释放的巨额流动性进行大力度冲销。巨额资金回笼并未对资金价格产生重大影响,28天正回购收益率仍为0.9%,与前持平。

## 农发行今年将发债3500亿

中国农业发展银行日前公布2009年部分金融债券发行时间表。该行称,央行2009年政策性金融债券发行额为3500亿元,其中:中长期债券发行额3200亿元,短期债券发行额300亿元。(宗禾)

## 进出口行周五发3年期债

◎本报记者 秦媛娜

中国进出口银行将于3月6日招标发行该行今年第二期金融债,为3年期固定利率债券,计划发行金额100亿元。

■市场观察

# 债券收益率曲线将如何形变?

◎交行金融市场部 王树同 栾雪剑

——宏观面为债券市场提供支撑。虽然1月份的信贷数据相对比较乐观,但是中长期信贷占比偏低,对实体经济的拉动作用受到影响,尤其是随着银行对优质政府投资项目和基建项目投资到位后,未来甚至还有信贷增速下滑的可能,经济的反弹将受到影响。市场乐观心理预期转向将对债券市场起到一定程度的支撑作用。

——流动性状况影响债券收益率。回顾2008年来,流动性在上半年、第三季度和第四季度经历了阶段性的变化,这三个阶段的流动性特点引发了债券收益率年内的走势。第一阶段虽然实体经济流动性宽松,但是金融体系内流动性偏紧,推动债券收益率向下的动力不足;第二阶段流动性“双紧”,债券收益率更是在相对高位运行;第三阶段金融系统流

动性宽裕,同时实体经济却流动性缺乏,资金基本上只有债市一个出口,因此与降息相结合,推动债券收益率急速下行。

当前流动性进入了一个新阶段,表面上比较充裕,但存在着一定的不确定性。如果从广义货币M2的角度衡量,流动性非常充裕。1月M2同比增长18.79%,处于5年来的高位。但是狭义货币供给并不宽裕。去年以来的剪刀刀口有继续扩大趋势,M2与M1增速出现了12个百分点的剪刀差,表明存款定期化的趋势明显,企业活期存款下降,1月居民储蓄增加1.53万亿元,创历史新高。定期存款与活期存款增速一增一减的趋势,表明居民消费意愿下降,企业投资需求下降、利润减少。这会进一步导致大量货币沉淀于银行体系,不能有效向实体经济领域传递。从这一点看,未来货币市场的流动性都会保持相对比较充

裕的局面。但如果IPO开闸,与2007年一样,不排除货币市场资金出现阶段性紧张的局面。

我们判断票据融资维持如此大规模的可能性比较小。一旦票据融资规模萎缩,银行信贷量回落的可能性很大,充裕的资金会重新转向追逐债券,成为债券收益率曲线下降的动力。

——债券收益率曲线变动趋势。从2008年末到现在,国债、金融债、中短期票据的收益率曲线出现比较明显的陡峭化趋势,主要表现为中长期债券收益率曲线上移比较明显,短端变化不大。从我们对宏观经济的预测看,市场流动性充裕的情况将持续,CPI指数在低位运行,因此债券市场牛市的判断仍然成立。但是由于当前经济回暖的征兆初显,央行降息的预期不够强烈,因此我们对收益率曲线在近期进一步明显压低持比较谨慎的态度。但另一

**SUNING 苏宁电器** 服务热线:4008-365-365 www.cnsuning.com

共享向上力量

# 中流砥柱 中国力量






苏宁电器立志打造中国家电连锁领袖品牌!

展望2009  
我们看到的不仅仅是挑战  
更是希望

领跑2009  
我们做出的不仅仅是规划  
更是行动

200家店的开拓计划  
9个开工中的现代化物流基地  
3.6万新增就业机会  
8000个大学生实习岗位  
.....

一组组数据背后  
是12万苏宁人坚实的承诺  
刺激消费 扩大内需  
民族中流砥柱  
诠释中国力量